

修士学位論文

題 名

アクティビストファンドが株主価値に及ぼす影響
についての実証分析

頁 1 ～ 2 1

指導教員 松田千恵子教授

平成 2 9 年 1 月 7 日提出

首都大学東京大学院

社会科学部研究科経営学専攻

学修番号 1 5 8 7 7 2 2 9

氏 ふりがな 名 すずき 鈴木 さとこ 聡子

1. はじめに

本稿では、日本におけるアクティビストファンドの投資が、投資先企業にどのような影響を与えているかについて実証分析を行っている。

近年においては、日本版スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードの制定、会社法改正等、企業統治制度の整備が進み、特にコーポレートガバナンス・コードが制定された 2015 年は“企業統治元年”と呼ばれた。機関投資家が投資先企業と建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）をすることにより、投資先企業の企業価値向上及び持続的成長を促すことが期待されている。このような背景を受け、近年の株主総会では、積極的な議決権行使や株主提案が行われる等、日本の企業統治の在り方が変わりつつある。

しかし、日本企業の ROE、ROA は海外諸国に比べると低く、まだ企業の収益性を改善させる余地があるといわれている。企業の収益性が改善されることは、企業、株主、その他ステークホルダーにとっても利益があり、日本経済の底上げに資するものと考えられる。従来の日本では、バブル経済が崩壊するまでは、メインバンクが企業統治の中心的な役割を果たすことで、こうした機能を担ってきた。しかし、バブル崩壊によりメインバンク機能が薄れたこと、持合株式が放出されたことで、メインバンクに代わって株主の立場からこうしたことを行う主体が不透明となっていた。一方、米国でも 70 年代までは企業統治の中心的役割を果たす株主がいなかったが、80 年代以降はこの機能を年金基金等の機関投資家が行うようになったとされている。日本でも、今後は年金基金やアクティビストファンドがこうした機能を一部担っていくものと見込まれている（光定・中神,2013）。

アクティビストファンドが話題となっていた 2000 年代前半以降、リーマン・ショック等のあおりを受け、しばらくアクティビストファンドの活動が縮小化していた。しかし、近年、再びアクティビストファンドの活動が活発化し、その動向に注目が集まっている。また、2000 年代前半と比較すると、アクティビストファンドに対する市場の認識が変わり、企業統治改革の整備が進むなど、近年のアクティビストファンドを取り巻く環境は大きく変化している。

そこで、本稿では、資本市場の環境変化を受け、2000 年代前半から近年におけるアクティビストファンドの投資行動、投資先企業への影響がどのように変わったのかを明らかにした。近年におけるアクティビストファンドによる投資は、投資先企業の株主価値を向上させるのかを、イベントスタディ及びパフォーマンススタディによって分析を行った。さらに、アクティビストファンドの中でも、2000 年代前半に大きな話題を呼んだ村上ファンドについて、2000 年代前半から近年にかけて投資先企業への影響がどのように変化したか着目した。検証結果は、近年において旧村上ファンドを含めたアクティビストファンドは、投資を開始した当初の短期間においては株主価値を向上させていたが、長期的には株主価値を毀損させていたことがわかった。

なお、本稿におけるアクティビストファンドの定義は、Gillian and Starks (1998)、井

上・加藤（2007）に従い、支配権の変更を伴わずに、Voice（発言）を通して経営に影響を与えようとする投資家であるとする。このボイスには、経営者に対する発言のほかに、メディアを通して問題点に対する市場全体の関心を高める発言も含まれる。なお、本稿では、アクティビストファンドを、以下、「ファンド」と呼ぶ。

本稿の構成は、第 2 章で先行研究を説明し、第 3 章で仮説設定をする。第 4 章でリサーチデザイン、分析手法、第 5 章で分析結果を説明し、第 6 章で結論を述べる。

2. 先行研究

ファンドによる株式保有が株主価値に与える影響については、多くの研究がされている。その大半が、ファンドが投資した企業の株式超過収益率、企業価値及び業績が向上しているという結果となっている。一方で、ファンドが投資した企業の株価や業績がなぜプラスとなるかは明確な答えは出ておらず、ファンドの提案や規律付けによるものなのか、それとも、ファンドの割安株発掘能力によるものなのか、その要因分析については課題として残っている。また、ファンドに狙われやすい企業の特徴も明らかにされており、豊富な資産を保有していること、利益率が高くないことなどがあげられている。

以下であげる先行研究は、スティーラー・パートナーズや村上ファンドをはじめとするファンドが盛んに活動していた 2000 年代前半を対象としたものであり、我が国における近年のファンドを対象とした研究はまだされていない。

2.1 国内先行研究

井上・加藤（2007）では、2000 年代前半を対象に、ファンドが投資先企業の株主価値に与えた影響を分析している。2000 年から 2006 年までに活動した主要な 6 ファンドの投資先企業 108 社をサンプルとして、ファンドの投資行動や投資先企業の特徴を確認した。また、イベントスタディにより、ファンドは投資先企業の株主価値を向上させていることを明らかにしている。一方、村上ファンドの投資行動に焦点を当てて分析した結果、村上ファンドは専ら短期投資を行っており、一時的に株価を上昇させてはいるが、長期では株主価値を増大させていなかったことが判明した（村上ファンド以外のファンドは全て、長期でも株主価値を増大させている）。この結果は、ファンドが経営者の規律付け効果を持つ反面、短期投資に終始するような投資スタイルによっては規律付け効果を発揮できない可能性があることを示唆しているとしている。なお、投資先企業の株主価値が増大したことについて、ファンドの規律付けによるものなのか、割安株発掘能力によるものなのか、要因分析を回帰分析で行っているが、分析上有意な結果が出なかったため不明としている。

小野（2008）では、2002 年～2007 年に提出された大量保有報告書を基に、日本におけるファンドの提案行為が投資先企業の株価に与える影響を分析している。大量保有報告書に重要提案行為を行う旨の記載があったもの（提案行為グループ）と、そうでないもの（純

投資グループ)に分け、イベントスタディを行った。その結果、純投資グループよりも提案行為グループの方がプラスの影響が大きく、ファンドの提案行為を伴う投資行動が株価にプラスの影響を与えていることを明らかにした。

井上・池田(2010)においては、ファンドに大量保有された企業数社にアンケートを行い、ファンドの規律付け効果を定性的に分析している。ファンドに大量保有された企業の財務データを分析したところ、配当性向及び ROA が向上していた。これは、ファンドの規律付け効果によるものかを企業にアンケートを取ったところ、配当性向及び ROA の向上について、企業側ではファンドの存在を意識していないとの意見が多く出た。さらに、企業側の意見として、対話や株主提案の内容も見当違いや勉強不足のものが多く、ファンドによる規律付けは感じられないとの結果となった。

川北・宮野(2007)は、村上ファンドの投資行動と、村上ファンドが投資した企業の特徴を分析している。分析結果として、村上ファンドの投資対象となった企業は、現金、土地等の豊富な資産を保有していること、有利子負債の割合が低いこと、利益率が高くないこと、PBR が低く、安値に放置されていること等の特徴があることがわかった。

2.2 海外先行研究

海外では、Bethel et al.(1998)が、1980 年代の米国におけるファンドによるブロック株式取得について分析し、ファンドに狙われる企業の特徴と、ブロック株式取得が投資先企業に与える影響を明らかにした。分析によると、ファンドに狙われる企業の特徴として、収益性が低く、多角化している傾向があることがわかった。また、株式取得者を、Activist、Financial (Activist 以外の銀行、年金機構等の機関投資家)、Strategic (M&A 等を目的とした事業会社)の 3 グループに分類し、それぞれのグループがブロック株式を取得した場合、経営や業績に与える影響を分析している。その結果、Activist のみが企業パフォーマンスを改善させていたことが明らかになった。

Holderness and Sheehan(1985)は、1980 年前後の米国で、Raiders (乗っ取り屋)として騒がれた 6 人のアクティビストによるブロック株式取得と株主価値の関係を分析した。それによると、ファンドによるブロック株式取得の報道は、株価を引き上げ、株主価値を増大させていることが判明した。また、研究の中で、①ファンドは他の株主の利益を損失させているという仮説、②ファンドは投資先企業の経営を改善させているという仮説、③ファンドは割安株発掘能力により株価の向上が見込まれる企業に投資するという仮説、3つの仮説を立てており、①については否定しているが、②及び③については解明できなかったとしている。

2.3 市場志向的な株主に係る先行研究

アクティビストファンドを対象とした研究ではないが、機関投資家や外国人株主のような市場志向的な株主の存在が、投資先企業の企業価値及び業績にプラスの効果を与えてい

ることを明らかにした研究は数多く発表されている。光定・蜂谷（2009）は、2000年～2006年の期間において外国人持株比率に着目し、市場志向的カバナンスが働きやすい株主構成を持つ企業は、そうでない企業に対し有意な株式超過収益率があることを確認している。他にも、宮島・保田（2015）は、国内外の機関投資家による株式取得は、株式超過収益率、企業価値及び業績にプラスの効果をもたらし、一方で銀行・保険会社による取得は企業価値及び業績にマイナスの影響を与えていることを明らかにした。このように、アクティビストのみならず市場志向的な株主の存在は、企業価値を向上させていることを示している。

3. 仮説設定

ファンドが話題となっていた2000年代前半以降、リーマン・ショック等のあおりを受け、しばらくファンドの活動が縮小化していた。しかし、近年、再びファンドの活動が活発化し、その動向に注目が集まっている。また、2000年代前半と比較すると、ファンドに対する市場の認識が変わり、企業統治制度の整備が進むなど、近年のファンドを取り巻く環境は大きく変化している。

そこで、本稿では、資本市場の環境変化を受け、2000年代前半から近年におけるファンドの投資行動、投資先企業への影響がどのように変わったのかを明らかにしたい。そして、近年の資本市場でファンドが果たす役割、意義について考えたい。

次の仮説を設定し、これを検証していくことで、近年のファンドが市場に与える影響を明らかにする。

3.1 株主価値増大仮説

井上・加藤（2007）と同様に、近年においても、ファンドが投資を行うことで投資先企業への規律付け効果が働き、株主価値を増大させるものと考えられる。ファンドの投資開始情報は投資先企業の株価を押し上げ、プラスの超過リターンを生み出す。さらに、ファンドが規律付け効果を持つならば、投資時のプラスの超過リターンはその後も維持され、保有期間を通してプラスとなる。ファンドは十分な規律付け効果を発揮し、それを超過リターンとして受け取る必要があるため、一般的には投資期間は長くなるものと考えられる。

また、2000年代前半と比較し、近年においては、ファンドに対する市場の認識変化、企業統治制度の整備等、市場の環境変化により、ファンドの規律付けがより効果的に働くものと見込まれる。つまり、ファンドは“悪”、“脅威”であるといった風潮が強い2000年代前半の見方から、市場の成熟や経験の蓄積により、“対話相手”として見るように変化してきたのではないかということである。そのため、株主価値が増大する場合、2000年代前半よりも大きいプラスの超過リターンとなるものと考えられる。

3.2 旧村上ファンド改善仮説

井上・加藤（2007）において、村上ファンドは専ら短期投資を行っており、一時的に株価を上昇させてはいるが、長期では株主価値を増大させていなかったことが指摘されている。一方、村上ファンド以外のファンドは、全て長期でも株主価値を増大させていた。

村上ファンドは、村上世彰氏が 2006 年 6 月に証券取引法違反により逮捕されて以来、市場の表舞台から姿を消していた。しかし、2014 年夏ごろから村上世彰氏が再び投資活動を活発に行う等、物言う株主として復帰しつつあるように見える¹⁾。また、村上世彰氏の娘の村上絢氏も C&I ホールディングスの CEO として活動しており、親子での活動に世間の注目を集めている²⁾。

村上ファンドは短期投資を繰り返して長期の株主価値を増大させていない、というのが、井上・加藤（2007）の結論であるが、表舞台への復帰にあたり、従前からの投資スタイルを変えているのではないだろうか。村上絢氏のインタビュー報道³⁾によると、中長期的な株主価値の増大を目指している旨の発言がされており、旧村上ファンドの投資行動が 2000 年代前半から変化している可能性は高いと考えられる。

そこで、村上ファンドは 2000 年代前半では短期投資を行い、株主価値を毀損させていたが、近年では投資行動が変わったと推測し、旧村上ファンドの投資は投資先企業の株主価値を増大させるものと仮説を設定する。旧村上ファンドの投資開始情報は投資先企業の株価を押し上げ、プラスの超過リターンを生み出す。さらに、株主価値増大仮説同様に、投資時のプラスの超過リターンはその後も維持され、保有期間を通してプラスとなる。また、村上絢氏の報道のとおり旧村上ファンドの投資スタイルが変化したとすると、投資期間は長くなるものと考えられる。

3.3 仮説の検証方法

最初にファンドの投資先企業の全体について、投資開始時、投資期間中、Exit 後のリターンを検証することで、ファンド全体について株主価値増大仮説が支持されるかを検証する。投資開始時、投資期間中、Exit 後のそれぞれのフェーズにおいて、リターンがプラスとなれば、株主価値増大仮説が支持されることになる。特に、投資期間中のリターンがプラスになるかに注目することで、ファンドの投資による規律付けが株主価値増大に結びつくかを説明できるものと考えられる。また、投資先企業を分析期間中に Exit した企業、投資が継続中の企業に分け、同様の検証を行う。Exit した企業を抜き出して検証する理由は、投資開始から Exit 後までの一連の流れの中での影響が観測可能であるためである。

次に、旧村上ファンドの投資先企業について、投資開始時、投資期間中、Exit 後のリターンを検証することで、旧村上ファンド改善仮説が支持されるかを検証する。投資開始時、投資期間中、Exit 後のそれぞれのフェーズにおいて、リターンがプラスとなれば、旧村上ファンド改善仮説が支持されることになる。特に、投資期間中のリターンがプラスになるかに注目することで、旧村上ファンドの投資による規律付けが株主価値増大に結びつくか

を説明できるものと考えられる。また、旧村上ファンド以外のファンドのリターンについても同様の検証を行い、旧村上ファンドのリターンと比較し、その相違を検証する。

なお、超過リターンを計測する投資期間は、ファンドによるブロック株式取得の公表時からブロック株式の売却公表時までの期間とする。当然、ファンドはこの分析期間以前にブロック株式を取得し、分析期間中にブロック株式を売却することになるため⁴⁾、ファンド自体の投資リターンは、本検証で求めるリターンと同一にはならない。

4. 分析方法

4.1 リサーチデザイン

本稿の分析目的は、近年のアクティビズムが株主価値増大につながるかの検証と、旧村上ファンドが株主価値に与える影響を検証し、2000年代前半の時期と比較分析することにある。本稿は、井上・加藤（2007）の分析方法を参考にしている。2011年9月1日～2016年8月31日までの期間における主要なファンドによる投資先企業のブロック株式取得を分析対象として、各ファンドの投資行動分析、イベントスタディ分析、そして、財務パフォーマンススタディ分析を行う。さらに、その分析結果を井上・加藤（2007）と比較することで、仮説を検証していきたい。

主要なファンドは、分析対象期間中の日本経済新聞において、アクティビストとしての性格が強いと報道されたファンドを抽出し、その中から、大量保有報告書を提出しているファンドを選定した。選定したファンドは、表1のとおり。

表1. 選定ファンド一覧

	ファンド名称	本稿におけるファンドの呼称
1	C&Iホールディングス	C&I
2	株式会社レノ	レノ
3	エフィッシモ・キャピタル・マネージメント	エフィッシモ
4	株式会社ストラテジックキャピタル (含株式会社TNPストラテジックキャピタル)	ストラテジック
5	ベイリー・ギフォード・アンド・カンパニー	ベイリー
6	ダルトン・インベストメンツ	ダルトン
7	シルチェスター・インターナショナル・インベスターズ	シルチェスター
8	タイヨウ・ファンド・マネージメント・カンパニー	タイヨウ
9	コーンウォール・キャピタル・マネージメント	コーンウォール
10	シンフォニー・フィナンシャル・パートナーズ	シンフォニー
11	ブランデス・インベストメント・パートナーズ	ブランデス
12	スパークス・アセット・マネージメント	スパークス
13	いちごアセットマネージメント・インターナショナル・ ピーティーイー・リミテッド	いちご
14	プロスペクト・アセット・マネージメント	プロスペクト

出所：筆者作成

表 1 の 14 ファンドが分析期間中に株式を大量保有したことを確認できた企業は、212 社に上った。なお、14 ファンドのうち、C&I、レノ、エフィッシモ、ストラテジックについては、報道によると旧村上ファンド関係者が関与しているとされているため、旧村上グループ⁵⁾として分析する。

最初に、この 14 ファンドによる 2011 年 9 月 1 日～2016 年 8 月 31 日までの発行済株式 5%以上のブロック株式取得が大量保有報告書で確認できた 212 取引にサンプルを絞った。大量保有報告書は、金融庁が開設している EDINET から取得した。分析対象を株式取得割合 5%以上に絞った理由は、同取引が大量保有報告書の提出事由となるためである。なお、Bethel et al. (1998)、Holderness and Sheehan (1985)、井上・加藤 (2007) 及び小野 (2008) においても、5%以上の取得を分析対象としている。アクティビズムの定義は、Gillians and Starks (1998) のアクティビズム定義に従い、経営支配権取得を伴わないブロック株式取得とする。このため、投資先企業の経営支配権の取得を目指した株式取得、TOB が行われた株式取得は分析対象外とするが、サンプルの 212 取引の中にそのような発表や報道があった取引は無かった。また、いくつかのファンドは、ブロック株式取得後に株式を手放したが、その後、再度ブロック株式を取得し大量保有報告書を提出しているものが 6 社あった。同一ファンドの同一会社に対する投資であるため、最初のブロック株式取得をのみを分析対象とした。さらに、いくつかの企業は、同時期に複数のファンドによるブロック株式取得の対象となっており、このように複数のファンドの投資期間が重複していた 5 社については、最初に当該企業のブロック株式を取得したファンドによる投資のみを分析対象とした。他にも、REIT、関係会社への投資を行っているものについては対象外としている。以上の手順で抽出し、最終的に分析対象としたファンドによるブロック株式取得の取引は 191 件である。

分析に使用するデータについては、財務データは、金融庁の EDINET、プロネクサス社の eol、日経 NEEDS 社の FinancialQUEST から収集した。また、企業及びファンドのイベント情報は日経新聞社の日経テレコンより収集している。

4.2 各ファンドの投資行動分析

井上・加藤 (2007) の分析方法を参考に、各ファンドの投資行動に関する基本統計をまとめた。分析対象の 191 サンプルをファンドごとに分け、投資先企業の時価総額、ブロック株式取得比率、分析期間における Exit 比率、Exit までの期間、投資期間、重要提案行為比率をまとめることで、各ファンドの投資行動を比較し、顕著な傾向を分析する。

4.3 ファンドの投資先企業のイベントスタディ分析

以下では、井上・加藤 (2007) の分析方法を参考にし、イベントスタディによりファンドの行動が投資先企業の株主価値に与えた影響を分析する。

まず、本研究のサンプルは、東証 1 部に上場している企業が全体の 8 割程度となってい

るため、超過リターンは TOPIX に対する累積超過リターンより求めた⁶⁾。なお、推定ウィンドウは、Campbell, Lo and Mackinlay (1997)、小野 (2008) を参考に、イベントの-120 日～-21 日の 100 日間 に設定した。

次に、井上・加藤 (2007) と同様に、4 パターンのイベントウィンドウを設定し、それぞれの累積超過リターンを計測した。イベントウィンドウは、①当初取得時 (-10 日,-2 日)、(-1 日,+1 日)、(0 日,+5 日)、②Exit 時 (-1 日,+1 日)、(+2 日,+10 日)、(+1 日,+100 日)、③ファンドによる投資期間、④営業日ベースの 240 日間を設定する。イベントは、大量保有報告書の提出日とする (②Exit 時のイベントウィンドウでは、5%未満となる変更報告書提出日、つまり、Exit 日をイベントに設定)。ここで分析期間については、2011 年 9 月 1 日～2016 年 8 月 31 日までとしており、Exit していない銘柄については 2016 年 8 月 31 日までの累積超過リターンを求めることとした。そして、t 検定により求めた累積超過リターンの有意性を確認した。

また、この過程において、超過リターンの算出ができなかったもの、上場廃止や合併等のイベントにより超過リターンに影響があったものについては、分析対象から除外した。よって、イベントスタディ分析の対象となるサンプルは、161 サンプルとなった。

なお、この分析において長期のイベントスタディを行うが、イベントスタディは長期の株価効果では、株価の変動に存在する多くのノイズやバイアスがあるため、取引発表時の株価効果研究ほど明確な結果が出ていない点について指摘されている (井上・加藤,2006)。そのため、長期におけるファンドの影響については、以下のパフォーマンススタディを併せて行うことによって、その影響を分析した。

4.4 ファンドの投資先企業のパフォーマンススタディ分析

以下では、Kaplan (1989)、野瀬・伊藤 (2011)、Yeh and Hoshino (2002) の分析方法を参考にし、財務パフォーマンススタディによりファンドの行動が投資先企業の株主価値に与えた影響を分析する。

まず、本研究のサンプルは、4.1 において分析対象とした 191 取引のうち、ファンドが 1 年間以上投資し、ファンドの投資開始情報があつた事業年度の翌々期までの財務情報が取得可能であつた 62 社を対象とした。ファンドが 1 年間以上投資した先を基準としたのは、投資が 1 年未満であつた企業はファンドの規律付けによる影響を受けていない可能性があると考えたためである。なお、指標は、ROE (自己資本利益率) と売上高営業利益率を採用した。

次に、野瀬・伊藤 (2011)、Yeh and Hoshino (2002) を参考にし、次の手順で分析を進めた。ファンドの投資開始情報があつた期を 0 期として、その直前期 (-1 期) から、その翌期 (+1 期)、翌々期 (+2 期) と経過する中、指標の変化量を集計する (Exit があつたサブサンプルについては、Exit があつた期を 0 期としている)。なお、ファンドの投資開始情報があつた期は、期間が短いため集計を行わない。変化量の集計は、サンプル企業と、

それぞれのサンプル企業が属する業種の平均 ROE と平均売上高営業利益率の双方で行い、サンプル企業の変化量を「調整前」(式 1)、両者の差を調整したものを「調整後」財務パフォーマンスとした (式 2)。

調整前財務パフォーマンス：

$$\text{サンプル企業指標}[n \text{ 期}] - \text{サンプル企業の指標}[-1 \text{ 期}] \quad (\text{式 1})$$

(n=1、2)

調整後財務パフォーマンス：

$$\text{調整前財務パフォーマンス} - (\text{サンプル企業が属する業種の平均指標}[n \text{ 期}] - \text{サンプル企業が属する業種の平均指標}[-1 \text{ 期}]) \quad (\text{式 2})$$

(n=1、2)

最後に、財務パフォーマンス分析で集計した変化量の有意性を検証する。帰無仮説を 0 として、指標の平均値に対する t 検定を行った。なお、分析は全サンプルに加え、Exit の有無、旧村上グループと旧村上グループ以外のファンドグループで二分したサブサンプルでも行った。

5. 分析結果

第 4 章の分析方法の手順に沿って、それぞれ分析を行った。結果は以下のとおり。

5.1 各ファンドの投資行動分析 分析結果

各ファンドの投資行動に関する基本統計を表 2 にまとめた。分析対象の 191 サンプルをファンドごとに分け、投資先企業の時価総額、ブロック株式取得比率、分析期間における Exit 比率、Exit までの期間、投資期間、重要提案行為比率をまとめ、各ファンドの投資行動傾向を比較している。

サンプルとなった投資先企業の時価総額の平均値は 968 億円、中央値は 260 億円であり、サンプルの 82% が東証 1 部上場企業であった。分析期間中の 2013 年 3 月末の東証 1 部上場企業の時価総額の平均が約 2,584 億円 であることから、ファンドの投資先はいわゆる中小型株に偏る傾向がある。なお、井上・加藤 (2007) で使用した 108 サンプルについては、東証 1 部上場企業は全体の 4 割程度であり、近年ではファンドの投資対象が大型、中型企業まで広がったものと考えられる。

また、表には示していないが、投資先企業の業種は、製造業が全体の 50%、商業が 12%、金融・保険業、サービス業、情報通信業がそれぞれ 10% で、以上で全体の 9 割に達する。製造業では、電気機器、機械、化学、輸送用機器の比率が高かった。各ファンドの投資先としては、全体として幅広い業種に投資しており、特に偏った傾向は無かった。

表2. 基本統計

	ファンド名	サンプル (社)	投資先企業 時価総額 (億円)	当初取得 比率 (%)	Exit比率 (%)	Exitまでの 期間 (年)	投資期間 (年)	重要提案 行為比率 (%)
1	C&I	2	406	5.3%	100%	1.2	1.2	50%
2	レノ	8	352	5.1%	37%	1.3	2.0	25%
3	エフィッシモ	14	2,286	6.2%	14%	0.5	1.2	0%
4	ストラテジック	10	117	5.6%	60%	0.4	0.9	80%
5	ベイリー	28	2,535	5.2%	25%	1.5	1.6	0%
6	ダルトン	27	272	5.2%	30%	1.4	1.9	81%
7	シルチェスター	14	2,835	5.1%	43%	2.3	1.6	0%
8	タイヨウ	8	814	5.2%	50%	2.1	1.7	100%
9	コーンウォール	4	75	5.4%	75%	0.5	1.8	0%
10	シンフォニー	8	192	9.2%	0%	-	2.5	75%
11	ブランデス	16	368	5.1%	31%	1.8	1.5	31%
12	スパークス	31	197	5.0%	77%	1.0	1.2	0%
13	いちご	8	104	5.1%	25%	2.1	1.6	100%
14	プロスペクト	13	106	6.2%	62%	1.1	1.4	8%
合計		191						
平均			968	5.1%	41%	1.4	1.6	31%
中央値			260	5.1%		1.3	1.3	

各項目については、次のとおり記載している。投資先企業時価総額は、ファンドが投資を開始した時点の前事業年度末の時価総額を記載している。当初取得比率は、ファンドが提出した最初の大量保有報告書における株式保有比率を記載した。Exit 比率は、分析期間中に、ファンドが提出した最終の大量保有報告書において投資先企業に対する投資比率を5%未満に引き下げた比率を記載している。Exit までの期間は、Exit のあったケースにおける当初取得に関する大量保有報告書の提出日から、最終の大量保有報告書の提出日までの期間である。投資期間は、Exit までの期間と、Exit が無い場合は分析期間最終日の 2016 年 8 月 31 日までの期間とした。重要提案行為比率は、大量保有報告書において開示されている重要提案行為を行う（又は行う可能性がある）記載の有無の比率である。なお、重要提案行為の記載については、取得時に記載されていたもののほか、分析期間の途中から重要提案行為を行う旨が記載されているものも含まれている。

ファンド間で顕著な差が生じた項目は、以下の三点である。ただし、どの項目も各ファンドの運用方針等による投資行動の差異であると推測される。

一点目は、投資先企業時価総額である。各ファンドの投資方針によるものかと思われるが、大企業を中心に投資しているものもあれば、中小型株を対象として投資しているファ

ンドもあった。

二点目は、重要提案行為比率である。大量保有報告書における重要提案行為の開示については、ファンドによって記載方法が区々である。例えば、重要提案行為を行う可能性がある旨を当初から記載しているファンドもあれば、具体的な重要提案行為を行う直前にその旨を記載するファンドもある。そのため、大量保有報告書の重要提案行為の記載の有無を確認しても、ファンドが真に重要提案行為を行う目的で投資しているのか実態を把握することは難しい。そのため、各ファンドの開示方針によって記載の有無に差が生じていると考えられる。

三点目は、Exit の在り方である。Exit 比率、Exit までの期間、そして、投資期間は、各ファンド間で区々の結果となった。また、Exit までの期間と投資期間については、旧村上グループと旧村上グループ以外のファンドグループに区分し、差の検定を行った。ファンドが Exit したサンプル (N=80) の投資期間は、旧村上グループ (N=15) は平均 413 日、旧村上グループ以外のファンドグループ (N=65) は平均 506 日であり、旧村上グループの方が投資期間は短い、両者の差は統計上支持されなかった ($t=-0.918$)。全サンプルの投資期間でも、全サンプル (N=191) の投資期間は、旧村上グループ (N=34) は平均 477 日、旧村上グループ以外のファンドグループ (N=157) は平均 586 日であり、旧村上グループの方が投資期間は短い、両者の差は統計上支持されなかった ($t=-1.473$)。

井上・加藤 (2007) でも同様の分析をしているが、当時は村上ファンドのみ、Exit 比率が高く、短期投資の傾向にあったことが明らかにされており、村上ファンドと村上ファンド以外のファンドグループの投資行動の違いが顕著であった。しかし、近年では、ファンドの投資行動の傾向は区々であり、特に旧村上ファンドグループであるからといって顕著な差異は見受けられなかった。

5.2 ファンドの投資先企業のイベントスタディ分析 分析結果

以下では、井上・加藤 (2007) の分析方法を参考にし、イベントスタディによりファンドの投資が投資先企業の株主価値に与えた影響を分析した。

4.3.の手順により、全ファンド、旧村上グループ、旧村上グループ以外のファンドグループに分けて分析を行った。それぞれの分析結果は表 3、4 に記した。

なお、表 3、4 において、*、**、***は、それぞれ統計上 10%、5%、1%水準 (両側 t 検定、差の検証において下線があるものは等分散を仮定する) で有意であることを示している。CAR は TOPIX に対する累積超過リターンを記載している。分析ウィンドウは、a.当初取得時は、最初の大量保有報告書の提出日をイベント日 (0 日)、b.Exit 時は、ファンドが投資先企業に対する投資比率を 5%未満に引き下げた大量保有報告書を提出した日をイベント日 (0 日) として設定している。c.投資期間は、最初の大量保有報告書の提出日から、Exit に関する大量保有報告書の提出日までの期間としている。ただし、サブサンプルの Exit なしグループにおいては、Exit を迎えていないため、分析期間の最終日である 2016 年 8

月 31 日までの期間としている。また、d.240 日間⁷⁾は、大量保有報告書の提出日から営業日ベースで 240 日間以上保有した投資先企業の CAR を記載している。

まず、表 3 の全ファンドの投資先企業の株主超過リターンを確認すると、ファンドによる当初の株式取得公表前後 3 日間の超過リターンは 5%水準で有意、公表後 6 日間の超過リターンは 10%水準で有意なプラスの超過リターンとなった。一方、Exit 時、ファンドによる投資期間、240 日間のウィンドウにおいては、有意な結果は見られなかった。また、統計上支持されないが、ファンドによる投資期間及び 240 日間のリターンについては、株主価値増大仮説に反しマイナスとなっている。

表 3 のサブサンプルについては、分析期間中に Exit したものとそうでないものに分けて分析を行った結果をまとめている。Exit が無かったサンプルについて、ファンドによる当初の株式取得公表前後 3 日間の超過リターンは 1%水準で有意、公表後 6 日間の超過リターンは 10%水準で有意なプラスの超過リターンとなった。また、有意な結果とはならなかったが、分析期間中に Exit があったサンプルについて、投資期間中に大幅なプラスの超過リターンが発生しており、一方、Exit が無かったサンプルについては、大幅なマイナスが発生していた。

この表 3 の分析結果から解釈できることは、株式取得公表前後 3 日間、公表後 6 日間の超過リターンはプラスの超過リターンとなる傾向があり、このことは、ファンドによる投資先企業への投資開始情報は、近年においても投資先企業の株主価値を増大させることを示すものと考えられる。ただし、Exit 後、ファンドによる投資期間、240 日間のリターンについては、有意な結果とならなかったため、ファンドは投資期間中、Exit 後の株主価値を増大させていない可能性があり、投資後の長期のリターンにおいて、株主価値増大仮説を証明することはできなかった⁸⁾。

表3. 全ファンドの投資先企業の株主超過リターン

	全サンプル			サブサンプル					
	N	CAR	t値	Exitあり			Exitなし		
				N	CAR	t値	N	CAR	t値
a. 当初取得時									
(-10日, -2日)	161	0.22%	0.429	61	1.50%	1.488	100	-0.56%	-1.062
(-1日, +1日)	161	1.26% **	2.345	61	0.60%	0.566	100	1.66% ***	2.916
(0日, +5日)	161	1.12% *	1.923	61	1.25%	1.056	100	1.04% *	1.722
b. Exit時									
(-1日, +1日)	61	-0.37%	-0.769	61	-0.37%	-0.769			
(+2日, +10日)	61	0.09%	0.081	61	0.09%	0.081			
(+1日, +100日)	61	-1.03%	-0.259	61	-1.03%	-0.259			
c. 投資期間	161	-5.20%	-0.608	61	13.82%	0.993	100	-16.80%	-1.566
d. 240日間	101	-3.46%	-0.508	35	6.76%	0.503	66	-8.88%	-1.166

次に、表 4 の結果について、旧村上グループの投資先企業の株主超過リターンを確認すると、旧村上グループによる当初の株式取得公表前 9 日間の超過リターンは 5%水準で有意、公表前後 3 日間の超過リターンは 1%水準で有意、公表後 6 日間の超過リターンは 5%水準で有意なプラスの超過リターンとなった。一方、Exit 時、ファンドによる投資期間、240 日間のウィンドウにおいては、有意な結果は見られなかった。また、Exit 時から 100 日間、ファンドによる投資期間、240 日間のリターンについてはプラスとなっており、この結果は仮説と一致するが、統計上は支持されなかった。なお、株式取得公表前 9 日間に有意なプラスの超過リターンとなった理由は、次のことが考えられる。大量保有報告書が EDINET において公表されるのは、株式取得等の報告義務発生日から 5 営業日以内とされており、実際の株式取得と公表までに時間差がある。そのため、実際の株式取得から公表されるまでの間に、旧村上グループの株式取得の情報を知った者が当該銘柄を購入したことで、株価が引き上げられたのではないかと推測される。

表 4 の旧村上グループ以外のファンドグループの投資先企業の株主超過リターンを確認すると、全ての分析ウィンドウにおいて有意な結果は見られなかった。また、統計上支持されないが、Exit 時、ファンドによる投資期間、240 日間のリターンについてマイナスとなっていた。

また、両グループの差の検証を行ったところ、当初の株式取得公表前 9 日間の超過リターンの差は 1%水準で有意、公表前後 3 日間の超過リターンの差は 1%水準で有意、公表後 6 日間の超過リターンの差は 10%水準で有意となった。このことから、当初取得時において、旧村上グループは、旧村上グループ以外のファンドグループと比較し、よりプラスの超過リターン発生させていることがわかった。一方、有意な結果とはならなかったが、投資期間中、Exit 後も、旧村上グループは旧村上グループ以外のファンドグループと比較し、大幅なプラスの超過リターンが発生させていた。

表4. 旧村上グループ及び旧村上以外グループの投資先企業の株主超過リターン

	旧村上グループ			旧村上グループ以外			差の検証	
	N	CAR	t値	N	CAR	t値	CAR	t値
a. 当初取得時								
(- 10日 , - 2日)	29	3.40% **	2.279	132	-0.48%	-0.943	3.89% ***	<u>3.005</u>
(- 1日 , + 1日)	29	4.83% ***	3.28	132	0.47%	0.863	4.36% ***	2.773
(0日 , + 5日)	29	3.30% **	2.501	132	0.64%	0.999	2.65% *	<u>1.76</u>
b. Exit時								
(- 1日 , + 1日)	10	-1.00%	-1.303	51	-0.25%	-0.445	-0.75%	<u>-0.571</u>
(+ 2日 , + 10日)	10	2.60%	0.668	51	-0.41%	-0.401	3.01%	<u>1.056</u>
(+ 1日 , + 100日)	10	6.09%	0.404	51	-2.43%	-0.635	8.52%	0.548
c. 投資期間	29	5.08%	0.29	132	-7.46%	-0.768	12.53%	<u>0.562</u>
d. 240日間	14	13.45%	1.052	87	-6.18%	-0.811	19.63%	<u>0.995</u>

この表 4 の分析結果から解釈できることは、旧村上グループによる投資先企業への投資開始情報は、近年においても投資先企業の株主価値を大きく増大させているものと考えられる。一方、旧村上グループ以外のファンドグループの投資開始情報が株主価値に与える影響は不明である。また、両グループとも、Exit 後、ファンドによる投資期間、240 日間のリターンについては有意な結果とならなかったため、Exit 後、投資期間中の株主価値を増大させていない可能性があり、投資後の長期のリターンにおいて、村上ファンド改善仮説を証明することはできなかった。しかし、両グループの差を検証したところ、当初の株式取得時において、旧村上グループは旧村上グループ以外のファンドグループに比べて有意なプラスを発生させており、Exit 後、投資期間中も有意ではないものの大幅なプラスを発生させていた。このことから、旧村上グループは旧村上グループ以外のファンドグループと比較すると、当初の株式取得時には株主価値を増大させており、それ以外のフェーズにおいても株主価値を増大させているのではと推測される。

分析結果をまとめると、近年においても、ファンドによる投資先企業への投資開始情報は、投資先企業の株主価値を増大させるものと考えられる。これは、先行研究の Bethel et al.(1998)、Holderness and Sheehan (1985)、井上・加藤 (2007) 及び小野 (2008) と同様の結果である。特に、旧村上グループの投資開始情報は、旧村上グループ以外のファンドグループに比較し、大幅に株主価値を増大させていた。一方、Exit 後、投資期間中についてはいずれも有意な結果とならず、ファンドが Exit 後、投資期間中の長期において株主価値に与えていた影響を明らかにすることはできなかった。

この結果は、井上・加藤 (2007) と一部異なっている。ファンドによる投資先企業の開始情報が株主価値を増大させているという点については、本稿の結果と同じだが、井上・加藤 (2007) では、村上ファンド以外のファンドは当初の株式取得時のみならず、Exit 後、投資期間中においても株主価値を増大させていたことを明らかにしている。しかし、当時の村上ファンドについては、Exit 後、投資期間中の長期において、株主価値を増大させていたかは不明である。本稿は、旧村上グループだけでなく、旧村上グループ以外のファンドグループについても、Exit 後、投資期間中の長期において株主価値に与えていた影響を明らかにすることができなかったため、株主価値増大仮説及び村上ファンド改善仮説を立証することはできなかった。

5.3 ファンドの投資先企業のパフォーマンススタディ分析 分析結果

以下では、Kaplan (1989)、野瀬・伊藤 (2011)、Yeh and Hoshino (2002) の分析方法を参考にし、財務パフォーマンススタディによりファンドの投資が投資先企業に与えた影響を分析した。

4.4 の手順により分析を行い、それぞれの分析結果を表 5、6 に記した⁹⁾。

なお、表 5、6 において、*、**、***は、それぞれ統計上 10%、5%、1%水準（両側 t 検定）で有意であることを示している。表 5 では、ファンドの投資が開始した日の直前期を

－1期として、以後の1期後、2期後の主な財務指標の変化を集計した（0期は期間が短すぎるため除外）¹⁰⁾。また、表6は、Exitがあったサブサンプルの分析結果をまとめたものである。表5の62サンプルのうちExitがあったものを抽出し、Exitがあった期の翌期の財務情報が取得可能であったものを対象とした。なお、Exitがあった期を0期としており、Exitによる財務指標への影響を測るため、Exitがあった期の前後の期の財務指標の変化を集計した。

まず、表5の全サンプルのROEを確認すると、1期後は業種平均を上回っているが、2期後は5%水準で有意な大幅マイナスとなっている。売上高営業利益率は、1期後、2期後も統計上有意ではないがプラスとなっていた。

次に、表5のサブサンプルについては、Exitが無いグループ、旧村上グループと旧村上グループ以外のファンドグループで分けて分析を行った結果をまとめている。ROEについては、概ね1期後は業種平均と比較してプラスとなっていたが、2期後はマイナスとなっていた。なお、旧村上グループについては、有意ではないものの1期後、2期後、どちらも大幅なマイナスとなっており、旧村上グループ以外のファンドグループは10%水準で有意なマイナスであった。また、売上高営業利益率は、いずれも有意な結果は出なかったが、全体的な傾向としてはプラスとなった。一方、旧村上グループは1期後も2期後もマイナスであった。

この表5の分析結果から解釈できることは、ファンドが投資した企業は長期的にみるとROEを毀損させており、また、売上高営業利益率は有意な結果が出なかったため不明であった。このことから、ファンドの投資は長期的には投資先企業の収益性にネガティブな影響を与えているものと推察され、株主価値増大仮説に反する結果となった。特に、旧村上グループについては、統計上支持されないものの、ROE、売上高営業利益率共に、大幅なマイナスとなっていた。そのため、旧村上ファンド改善仮説についても、仮説が否定された結果となった可能性がある。

表5. ファンドの投資先企業のパフォーマンススタディ分析

		全サンプル			Exitなし			旧村上グループ			旧村上グループ以外		
		N	平均値	t値	N	平均値	t値	N	平均値	t値	N	平均値	t値
ROE（自己資本利益率）	-1→+1	60	0.99%	0.478	26	0.29%	0.191	7	-8.42%	-1.294	53	2.23%	1.04
ROE（自己資本利益率）	-1→+2	59	-10.34% **	-2.265	26	-4.42%	-0.976	7	-28.26%	-1.513	52	-7.93% *	-1.755
売上高営業利益率	-1→+1	62	1.58%	0.842	27	-0.57%	-0.287	7	-2.29%	-1.398	55	2.08%	0.987
売上高営業利益率	-1→+2	62	0.84%	0.484	27	0.24%	0.108	7	-5.97%	-1.67	55	1.71%	0.91

表 6 の Exit があったサブサンプルを確認すると、ROE は Exit の前後をとおして大幅なマイナスとなっていた。特に、Exit から 1 期後、Exit の前後の期にかけては、1%水準で有意な大幅マイナスとなった。売上高営業利益率は、いずれも統計上有意ではないが、Exit から 1 期後はマイナスとなっている。

表 6 の分析結果から解釈できることは、ファンドが Exit した企業は ROE を毀損させており、売上高営業利益率は有意な結果が出なかったため不明であった。このことから、ファンドは株主価値を維持したまま投資先企業から Exit するのではなく、投資先企業から Exit することで収益性にネガティブな影響を与えている、若しくは、株主価値の低下を見越して投資先企業から撤収するために Exit するものと推察され、いずれにしても株主価値増大仮説に反する結果となった。

表6. (Exitありサブサンプル) のパフォーマンススタディ分析

		Exitありサブサンプル		
		N	平均値	t値
ROE (自己資本利益率)	-1→0	16	-10.13%	-1.397
ROE (自己資本利益率)	0→+1	16	-5.98% ***	-3.499
ROE (自己資本利益率)	-1→+1	16	-10.51% ***	-3.433
売上高営業利益率	-1→0	18	3.70%	1.04
売上高営業利益率	0→+1	17	-2.60%	-1.601
売上高営業利益率	-1→+1	17	1.23%	0.515

分析結果をまとめると、近年においては、ファンドの投資は長期的には ROE を毀損させており、株主価値を増大させていないものと考えられることから、株主価値増大仮説は否定される。旧村上ファンド改善仮説についても、統計上の結果は出なかったものの、同様に否定されると推測される。

6. 結論

6.1 考察

本稿の研究結果をまとめると、近年においてファンドが投資先企業に与える影響は、投資開始時には短期的に株主価値を向上させるが、長期については株主価値を低下させるということが明らかになった。また、旧村上ファンドグループについても同様であり、投資開始時には短期的に株主価値を向上させるが、長期については株主価値に与える影響は不

明であった。したがって、株主価値増大仮説及び旧村上ファンド改善仮説はどちらも支持を得ることができなかった。しかし、本稿の研究により、近年におけるファンドの投資が、長期では企業の収益性を大幅に毀損させることが明らかになり、ファンドの規律付けや対話の在り方についてはまだまだ課題があることが判明した。この点については、一つの成果としてあげることができるものと考えられる。以上の分析結果に基づき、次のとおり解釈することができる。

まず、イベントスタディ分析結果について、ファンドの投資開始情報の公表により、短期的に株主価値が増大していた。特に、旧村上グループの投資開始情報は、旧村上グループ以外のファンドグループに比較し、大幅に株主価値を増大させていた。しかし、投資後の長期の結果は不明であった。これは、ファンドによる投資先企業の開始情報は、ファンドの投資先企業への規律付けを市場が期待するため、当初の株式取得時においては一時的に株主価値が増大するが、その後、その効果が薄れていったのではないかと考えられる。特に、国内において広く認知されている旧村上グループの投資開始情報は、その効果が強く働くため、旧村上グループ以外のファンドグループよりも大幅にプラスのリターンを出していたものと解釈することができる。

次に、パフォーマンススタディ分析結果について、ファンドの投資は長期的には ROE を毀損させており、株主価値を増大させていないものと考えられる。また、ファンドが投資先企業から引き上げた後も、ROE にネガティブな影響を与えていた。これは、投資先企業から Exit することで収益性にネガティブな影響を与えている、若しくは、収益性の低下を見越して投資先企業から撤収するために Exit するものと考えられる。前者の場合、ファンドが行った投資先企業への規律付けが一時的なもので、持続的な経営改善に繋がらなかったものと推測される。後者の場合、ファンドが行った投資先企業への規律付けが非効率的なもので、収益性の悪化が見込まれたために Exit したと考えられる。このことから、ファンドの投資による規律付けや対話による経営介入が、長期的には経営を非効率化させている可能性がある。例えば、ファンドの短期的視野に立った要求により、経営が非効率的なものとなり ROE が低下してしまった等が考えられる。

ファンドが投資先企業のバリューアップを必ずしも達成できるわけではない。過去には、かつら事業最大手の㈱アデランスへの投資を行っていた米投資系ファンドのスティール・パートナーズが、業績向上のために取締役を送り込んだが、業績は低迷し続け、最終的には当社から引き上げ、経営権は創業者に回帰したという投資事案がある。この対立により、㈱アデランスでは優秀な人材が競合他社へ転職、研究所が閉鎖するといった影響があり、競争力が低下したとされる見解があった¹¹⁾。また、ゴルフ場運営会社のアコーディア・ゴルフは、大株主の投資会社レノの圧力に押される形で株主配分を強化したものの、株価は低迷を続け、事業自体の先行きが不透明になるといった投資事案もあった¹²⁾。こういった事例を踏まえると、ファンドが必ずしも投資先企業のバリューアップを達成させているわけではないことがわかる。場合によっては、企業とファンドの対立が起ることによって企業の

競争力が低下し、ひいては株主価値、企業価値にネガティブな影響を与えるものと考えられる。

もちろん、ファンドの投資や規律付けにより、企業経営が改善され、株主価値が大きく向上したという事例も多くある。こういったファンドの経営改善により投資先企業の株主価値が向上することは、市場効率の観点からファンドに期待されている働きの一つであるものの、全体の数値として分析すると、まだまだファンドによるバリューアップ機能は効果的に働いていないものと考えられる。そのため、分析結果のとおり、長期においては株主価値が低下する結果となったものと思われる。

6.2 課題

本稿の研究における課題として、次の四点があげられる。

一点目は、分析の切り口、着眼点についてである。本分析において、分析対象とした 14 ファンド、191 サンプルについて、旧村上ファンド関係であるか、Exit の有無を切り口として分析したが、本分析以外の切り口で分析をすれば、新たな発見や考察が得られた可能性がある。例えば、ファンドの投資方針、ファンド拠点が国内か海外か、ファンドの投資期間の長さ等、このような新たな切り口で分析することで、また異なる発見があるかと考えられるため、今後の課題としてあげる。

二点目は、分析対象としたファンドの選定方法である。分析対象とした 14 ファンドについて、報道等でアクティビストとして性格が強いとされたファンドを選定した。そのため、世間的にアクティビストであると認知されているファンドを分析対象としたものの、報道等で漏れているファンドがある可能性もあるため、本来分析対象とすべきファンドがとりこぼされている可能性は否めない。

三点目は、ファンド以外の他の株主の影響である。本分析のサンプルは、ファンドが 5% 以上保有した投資先企業であるが、ファンド以外の他の株主の属性や株主構成も、株主価値に影響を与える要因である。ファンド以外の他の株主が、経営者か、持ち合い企業か、他のファンドなのかにより、ファンドの影響や規律付けの効果が変わってくるものと考えられる。この点を考慮した上で分析できれば、より頑健な結果が得られるものと思われる。

四点目は、ファンドの投資先企業バリューアップのメカニズムについてである。本分析においては、結果としてファンドは投資先企業の株主価値を向上させていなかった。しかし、なぜバリューアップできなかったのか、その要因やメカニズムを解明できれば、今後のファンドによる投資先企業への規律付けや対話の改善につながるものと考えられるため、今後の課題としたい。

6.3 おわりに

本稿では、近年におけるアクティビストファンドの投資行動、投資先企業の株主価値に及ぼす影響がどのように変化したのかを明らかにした。

分析結果は、ファンドが投資開始時には一時的に株主価値を上げるものの、投資後の長期においては株主価値を毀損させているというものであった。この結果は、投資開始時に株主価値を押し上げるという点については 2000 年代前半と同様の結果であった。しかし、投資後の長期間については、2000 年代前半では、村上ファンドは株主価値を向上させていなかったが、村上ファンド以外のファンドは株主価値を向上させていた。一方、近年においては、旧村上ファンドは株主価値を向上させておらず、旧村上ファンド以外のファンドは株主価値を毀損させていたため、この点は 2000 年代前半と異なる結果となった。

この結果を踏まえ、近年の資本市場でファンドが果たす役割、意義について考えると、次のように考えられる。まず、ファンドが期待されている役割は、株主の視点から、経営が非効率なために株価が割安となっている企業に対し、議決権行使や対話を行うことで経営改善を達成させ、株主価値を向上させることにある。個人投資家では保有割合が小さいため、投資先企業に対し声を上げることが難しいが、ブロック株式取得をするファンドならば株主目線に立った意見を発信することができる。そのため、株主の代表者として、投資先企業の経営に規律付けをもたらすファンドの存在は非常に重要である。

本稿の分析により、近年におけるファンドが投資先企業に与える影響は、長期的にはネガティブなものであるということが判明した。そのため、ファンドによるバリューアップ能力にはまだ課題があると考えられる。その要因は、投資先企業にあるのか、ファンドか、二者の関係性か、このメカニズムが明らかにされ、ファンドのバリューアップ能力が高まることを期待したい。

ファンドが活動し、投資先企業への規律付けにより株主価値が改善することで、企業価値向上に繋がる。そして、日本企業の企業価値向上により、株式市場、日本経済全体の底上げが図られる。したがって、ファンドの活動には重要な意義がある。

本稿により、近年のアクティビストファンドがもたらす投資先企業への影響が明らかになった。これにより、アクティビストファンドによる投資先企業への規律付けの在り方、ひいては、企業価値向上の一助になればと考える。

【注釈】

- 1) 日本経済新聞朝刊（2015 年 11 月 26 日 38 面）。
- 2) 2015 年 8 月に黒田電気㈱の委任状争奪戦が起こる。C&I ホールディングスが株主提案として、村上世彰氏を黒田電気㈱の社外取締役役に推薦したもの。開催された臨時株主総会の結果、株主提案は認められなかったが、世間の関心を集めた出来事であった。
- 3) 会社四季報 ONLINE「“新生” 村上ファンド、再び表舞台に出た真意は？ C&I 村上絢代表を直撃インタビュー」（2015 年 7 月 28 日）。
- 4) 本分析では、ブロック株式取得の公表時を、大量保有報告書の提出日としている。大量保有報告書は、株式取得等の報告義務が発生した日から 5 営業日までに提出しなければならない（金融商品取引法第 27 条の 23 第 1 項）。
- 5) 報道によると、C&I は村上世彰氏の娘の村上絢氏代表を努めており、レノは村上世彰氏の関係会社であるとされている。また、エフィッシモ、ストラテジックは、かつての村上

ファンドのメンバーが設立したファンドではあるが、現在村上世彰氏との関係があるかは不明である。旧村上ファンドグループは、その動向が注目されている。

⁶⁾ 井上・加藤（2007）では、全サンプル企業のうち、東証1部以外の市場に上場している企業が4割程度であり、東証1部上場銘柄でも小型株に集中していたことから、比較対象企業（業種と時価総額を基準に選定）に対する超過リターンにより計測している。本稿では、サンプル企業は東証1部上場企業が8割程度であったため、TOPIXを採用した。

⁷⁾ 井上・加藤（2007）のウィンドウを参考としており、d.240日間は、ファンドによる保有期間が1年超のサンプルを計測するため、営業日ベースで240日間のウィンドウを設定している。

⁸⁾ 井上・加藤（2007）では、表3と同様の分析の結果、ファンド投資後の長期のリターンにおいて株主価値増大仮説を証明している。

⁹⁾ 分析対象は全62サンプルだが、データ取得ができなかったものは除外している。そのため、表5において一部サンプル数に差がある。

¹⁰⁾ 表5において、全サンプル、旧村上グループ、旧村上グループ以外のファンドグループの分析結果は、投資開始から1年経過後にExitした投資先企業も含んでいるため、Exitがあった企業と無い企業がどちらも含まれた結果となっている。

¹¹⁾ 日本経済新聞朝刊（2016年12月9日15面）„東洋経済ONLINE「旧アデランス社長を解任、スティール・パートナーズの迷走」（2011年3月10日）。

¹²⁾ 日経産業新聞（2014年9月13日3面）。

【参考文献】

井上光太郎・加藤英明（2006）「第3章 日米のM&Aと株式市場の評価：先行研究サーベイ」『M&Aと株価』東洋経済新報社，pp.41-88.

光定洋介・中神康議（2013）「運用フロント:アクティビスト」三好秀和編『ファンドマネジメント大全』同友館，pp.288-314.

Campbell, John Y., Andrew W.Lo, Craig Mackinlay(1997)The Econometrics Of Financial Markets: Princeton University Press（祝迫得夫・大橋和彦・中村信弘・本多俊毅・和田賢治訳（2003）『ファイナンスのための計量分析』共立出版）。

井上光太郎・加藤英明（2007）「アクティビストファンドの功罪」『経済研究』58巻3号，pp.203-216.

井上真由美・池田広男（2010）「日本のコーポレート・ガバナンスとアクティビストファンドの関係」『日本経営学会誌』第25号2010，pp.3-14.

小野美和（2008）「アクティビストファンドと株価効果」『立教ビジネスデザイン研究』2008第5号，pp.73-85.

川北英隆・宮野玲（2007）「村上ファンドの投資行動と役割」『ニッセイ基礎研所報』Vol.45，pp.1-21.

野瀬義明・伊藤彰敏（2011）「公開維持型バイアウト実施企業の長期パフォーマンス」Hitotsubashi ICS-FS Working Paper Series.

光定洋介・蜂谷豊彦（2009）「株主構成と株式超過収益率の検証 - 市場志向的ガバナンスの我が国における有効性 - 」『証券アナリストジャーナル』2009.1，pp.51-65.

宮島英昭・保田隆明（2015）「株式所有構造と企業統治 - 機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか - 」『フィナンシャルレビュー』平成 27 年第 1 号（通巻第 121 号）, pp.3-36.

Bethel, J. E., J. P. Liebeskind, and T. Opler (1998) “Block Share Purchases and Corporate Performance,” *The Journal of Finance*, Vol.53,No.2, pp.605-634.

Gillian, S. L. and L. T. Starks (1998) “A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence,” *Contemporary Finance Digest*, Vol.2,No3(Autumn,1998), pp.10-34.

Holderness, C.G. and D.P. Sheehan (1985) “Raiders or Saviors? The Evidence on Six Controversial Investors,” *The Journal of Financial Economics*, Vol.14, pp.555-579.

Kaplan, S. (1989) “The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value,” *Journal of Financial Economics*, Vol.24, pp.217-254.

Yeh, T. and Hoshino, Y. (2002) “Productivity and Operating Performance of Japanese Merging Firms: Keiretsu-related and Independent Mergers,” *Japan and the World Economy*, Vol.14, pp.347-366.